

令和2年度

資産運用に関する評価報告書

令和3年6月29日

独立行政法人勤労者退職金共済機構
資産運用委員会

目次

| | | |
|--|---------------------------------|----|
| はじめに | ----- | 2 |
| 略語、用語の説明 | ----- | 3 |
| 1. 概論 | ----- | 4 |
| 2. 運用実績 | | |
| (1) 運用利回り | ----- | 7 |
| (2) 剰余金等 | ----- | 9 |
| (3) 委託運用のパフォーマンス管理 | ----- | 10 |
| 3. 資産運用の基本方針についての適合性 | ----- | 12 |
| 4. 資産運用業務の執行 | | |
| (1) コロナ禍に対応した流動性管理 | ----- | 14 |
| (2) マネジャー・ストラクチャー見直し (中退共：パッシブ) | ----- | 15 |
| (3) スチュワードシップ活動 | ----- | 16 |
| (4) 建退共の資産運用における課題 | ----- | 18 |
| 5. ガバナンス | ----- | 21 |
| 6. 運用関連業務の実施状況 | | |
| (1) 対外公表 | ----- | 23 |
| (2) 最新の資産運用結果及びその他の財務 状況の把握と厚生労働省への情報提供 | ----- | 23 |
| 別紙 1 | 令和 2 年 4 月から令和 3 年 3 月の資産運用実績報告 | |
| 別紙 2 | 「資産運用の基本方針」の遵守状況の報告について | |

はじめに

資産運用委員会（以下「委員会」という）は、中小企業退職金共済法（以下「中退法」という。）に基づき（注）、独立行政法人勤労者退職金共済機構（以下「機構」という。）が行う退職金共済業務に係る業務上の余裕金の運用に関する業務の適正な運営を図るために設置された（委員名簿は[こちら](#)をご覧ください）。

この目的を果たすため、委員会は、「資産運用の基本方針」の作成又は変更に関する審議や、業務上の余裕金の運用状況その他の運用に関する業務の実施状況の監視、その他重要事項に関する理事長への助言・提言等を行うこととされている。

令和2年度においても、10回開催された委員会の場で、機構の資産運用業務について様々な側面・観点から審議し、意見を述べてきたところである。

本報告書は、厚生労働大臣の評価に資するために、令和2年度中の委員会活動を総括しつつ、令和2年度の資産運用実績も踏まえて、機構による資産運用業務に対する委員会の見解を取りまとめたものである。

（注）中退法第六章第四節第六十九条の二～第六十九条の四

※数値の端数処理については四捨五入としている。

略語、用語の説明

- ・ 中退共
一般の中小企業退職金共済制度を指す。
- ・ 建退共
建設業退職金共済制度を指す。
- ・ 清退共
清酒製造業退職金共済制度を指す。
- ・ 林退共
林業退職金共済制度を指す。
- ・ 付加退職金
中退共において、基本退職金に上積みするもので、運用収入の状況等に応じて定められる金額。具体的には、掛金納付月数の43月目とその後12か月ごとの基本退職金相当額に、厚生労働大臣が定めるその年の支給率を乗じて得た額を、退職時まで累計した総額。現在、各年度の利益見込み額の2分の1を付加退職金に充てるが、利益見込み額が単年度累積剰余金積立目標額の2倍を下回る場合は、当該目標額を優先的に剰余金の積立てに充てることとされている。

1. 概論

〔運用成果全般〕

- ・ 令和2年度の運用実績は、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が続くなか、主要先進国の大規模な経済対策や主要中央銀行の積極的な金融緩和策の他、ワクチン開発、接種の進展等を背景に、国内外の株式市場が大きく上昇したこと等から、全ての経理で収益率はプラスとなった。剰余（欠損）金の水準も、ほぼ全ての経理において改善した。
- ・ 運用受託機関のパフォーマンスについても、概ねすべての経理において、個々の資産クラスの収益率が市場平均を上回り、委託運用全体でも超過収益率はプラスとなった。
中退共においては、マネジャー・ストラクチャー見直しの際の委員会における審議内容を踏まえた新しい評価基準での運用受託機関のパフォーマンス管理を実施している。総じて適切な管理が実施されているが、更なる改善余地があると思われ、継続的な充実への取組みが望まれる。

〔基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャー〕

- ・ 各経理の基本ポートフォリオについては、定例検証の結果、建退共については見直しが喫緊の課題であり（後述）、中退共についても見直すことが適当、との結論となった。
- ・ 林退共については、中期目標に則り、新たな累損解消計画が策定された。財政検証結果を踏まえつつ、事実確認に基づいて立案された計画は、適切なものと思料された。
- ・ 運用受託機関管理面では、合同運用において、パッシブ運用のマネジャー・ストラクチャーの見直しが実施され、平成30年度及び令和元年度のアクティブ運用のマネジャー・ストラクチャー見直しと合わせ、一連のマネジャー・ストラクチャー見直しが完了した。パッシブ運用におけるマネ

ジャー・ストラクチャー見直しでは、資産管理を含めた契約形態も見直され、事務の効率性改善とコスト削減に繋がったことは評価できる。

[スチュワードシップ活動]

- ・ スチュワードシップ活動については、再改訂された日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明を令和2年9月に行った。今回改訂の受入れ表明では、弁護士や金融庁の見解を求めつつ、当機構の制度上の特性を踏まえ、“最終受益者”について、機構固有の解釈を適用する（P16-17 参照）旨を説明した上での条件付き受入れとするなど、資金の特性を踏まえた丁寧な検討が行われた。

エンゲージメントは、中退共・清退共・林退共の合同運用に係る活動では、平成30年度に本格化してから3年目に入り、理事長と主要金融機関トップマネジメントとのトップ面談、実務レベルでのエンゲージメント実施部署との意見交換という複層的な活動が定着、内容も年々充実している。日本版スチュワードシップ・コード再改訂版の受入れは、機構全体として表明したものであるため、今後は、建退共においても、積極的に取り組むことが求められる。

[建退共に関する議論]

- ・ 建退共の基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャー、および資産運用の出発点となる必要な利回りの見直しに係る問題は、令和2年度の資産運用委員会において最も時間を費やし、また機構全体での資源投入・サポートを依頼して取り組んだテーマである。

基本ポートフォリオについては、最初に改定の必要性が指摘された平成30年12月の平成30年度第7回資産運用委員会から既に2年半が経過しており、令和3年10月1日から予定運用利回りが引き下げられても、なお逆ザヤが残る事

を勘案すれば、一刻も早く実現すべき課題である。

しかしながら、現在の建退共の陣容・体制では、これらの見直しの実施は難度が高く、かつ早急な体制整備も出来ないとの事業本部の判断を踏まえ、当面の措置として、委託運用部分の中退共等との合同運用が提案されている。

現在の金融情勢の中で、適切なリスク分散が行われていないという差し迫った状況を考えれば、建退共の陣容・体制で採り得る選択肢は限られるため、合同運用という事にならざるを得ないと思われる。しかしながら、一方では、1兆円の資金規模に相応しい、中退共と同品質のサービスを提供し得る運用体制の強化、これについては平成13年に既に課題として認識されている事であり、当委員会でも再三に亘り指摘していることでもある。長い年月を経て歪んだポートフォリオを速やかに改善していくことと並んで、そのような問題を引き起こした大きな要因でもある脆弱な運用体制を強化し、再び問題を繰り返すことの無いような施策の早期実施が強く求められる。

[機構の組織運営・ガバナンス等全般と総括]

- ・ 令和2年度の資産運用委員会では、ガバナンス問題も議題として提起され、審議を行った。日本版スチュワードシップ・コードの累次の改訂に代表されるように、ガバナンスの観点から資産運用業務に携わる機関への要求水準は確実に上昇しており、そうした中、資産運用委員会においてガバナンスを取り上げたことは、時宜を得た対応と評価する。金融業務を行う公的機関として、役職員には高い職業倫理とエキスパートとしての指摘責任を果たすことが求められるとの認識も適切である。今後もガバナンスに係る議論を継続し、益々高まる社会的要求水準に応えることが期待される。

- ・ 対外公表については、委員会がほぼ毎月開催される状況ではあったが、議事要旨等の資料の早期公開という観点から、改善が見られた。
- ・ なお、令和2年度は、コロナ禍が経済活動、ひいては共済制度の掛金収入、退職金支払に与える影響が予測し難い中、逸早く自家運用における再投資を抑制する流動性確保のための施策を臨時委員会で提案、実施したことは、適切な措置であったと評価する。また、同施策の結果、年度末までに不安の無い水準まで流動性が蓄積されたことを受け、令和3年度から自家運用債券の投資を再開することとした判断も適切なものと思料する。
- ・ 以上に鑑み、機構における令和2年度中の資産運用は、総じて見れば、中退法その他の法令を遵守しつつ安全かつ効率を基本として実施するという基本原則に則り、長期的な運営の安定と中期的な健全性向上に必要な収益確保を目指すという基本方針に則して行われており、年度計画で掲げた目標に沿って質的な向上が図られてきていると評価する。
- ・ 以下に項目ごとに具体的に記す。

2. 運用実績

(1) 運用利回り

イ. 概観

- ・ 令和2年度の運用利回りは、全ての経理でプラスとなった。
- ・ また、自家運用による満期保有の債券投資のみ行っている清退共（特別給付経理）を除いた全ての経理で、剰余金が増加した。
- ・ 運用利回りがプラスとなったのは、令和元年度にコロナ

禍を受けて下落した国内外の株式市場の、大幅な上昇が影響している。運用受託機関の総じて良好なパフォーマンスも寄与している。

- 一 国債等の満期保有で運用している自家運用部分については、長期金利の低迷を受け、利回りの低下傾向が続いている。

ロ. 委託運用部分

- ・ 国内外の株式市況の大幅な上昇を主因に、委託運用を行っている全経理において、収益率はプラスとなった。

【ベンチマーク(市場指標)収益率】

| | 令和元年度 | 令和2年度 |
|-------------|---------|--------|
| 国内債券 | △0.18% | △0.70% |
| 国内株式 | △9.50% | 42.13% |
| 外国債券(ヘッジ無し) | 4.37% | 5.43% |
| 外国債券(ヘッジ有り) | 7.46% | △1.85% |
| 外国株式 | △12.42% | 59.79% |

ハ. 自家運用部分

- ・ この間、自家運用利回りについては、低金利環境が続く、長期国債金利が引続き低位で推移したため、全ての経理で引き続き低下傾向を辿っている。
- ・ 令和2年度については、コロナ禍を踏まえ、流動性確保のために再投資を抑制したことも、利回り低下に繋がっている。
- ・ なお、建退共においては、事業本部から提案された債券の投資計画において、従来の投資戦略に関する説明との乖離が見られた他、年限構成については、人口動態等を踏まえた長期的な流動性を見通しを踏まえると投資期間が長過ぎる懸念があることが判明した。また、建退共制度の特性

である勤続年数の算定が困難であること等も踏まえ、投資戦略に関する考え方を再整理し、当面は15年のラダー型投資を基本戦略とすることが適当との結論に至った。今後は、人口動態等様々な観点から流動性の長期的見通しを継続的に点検し、論理一貫性のある適切な自家運用に努めることが求められる。

- ・ 中退共においては、被共済者の勤続年数の分布を踏まえて20年のラダー型投資を行っているが、政府による労働力人口の長期見通しを踏まえ、自家運用水準の妥当性について検証を行った。その結果、すぐに現在の運用方針について変更する必要はないが、今後の加入者の動向等を注視し、大きな環境変化の兆候があれば、遅滞なく対応策を講じることとなった。

【自家運用利回り推移】

| | 令和元年度 | 令和2年度 |
|-------------|-------|-------|
| 中退共（給付経理） | 0.49% | 0.44% |
| 建退共（給付経理） | 0.69% | 0.58% |
| 建退共（特別給付経理） | 0.52% | 0.44% |
| 清退共（給付経理） | 0.23% | 0.22% |
| 清退共（特別給付経理） | 0.06% | 0.03% |
| 林退共（給付経理） | 0.48% | 0.37% |

（2）剰余金等

- ・ 清退共（特別給付経理）を除いた全ての経理において、累積剰余金が増加ないし累積欠損金が減少した。

【累積剰余金・累積欠損金推移】

(単位、億円)

| | 令和元年度 | 令和2年度 | 想定損失額※1 |
|-------------|-------|-------|---------|
| 中退共(給付経理)※2 | 3,742 | 5,317 | △5,150 |
| 建退共(給付経理) | 630 | 811 | △941 |
| 建退共(特別給付経理) | 133 | 141 | — |
| 清退共(給付経理) | 25 | 26 | △4 |
| 清退共(特別給付経理) | 2 | 2 | — |
| 林退共(給付経理) | △7 | △2 | △14 |

※1 モンテカルロシミュレーション1%tile値。中退共(給付経理)と建退共(給付経理)は令和2年度の基本ポートフォリオ検証時の数値(データは令和2年7月時点)。清退共(給付経理)と林退共(給付経理)は令和2年度の財政検証時の数値(データは令和2年1月時点)。

※2 中退共は、令和3年度に605億円の付加退職金を支給することを決定。付加退職金の支給は平成30年度以来3年振り。

(3) 委託運用のパフォーマンス管理

- ・ 運用受託機関のパフォーマンス管理については、月次の計数報告と四半期毎の運用報告会等を通じた分析のほか、年に一度のスチュワードシップ活動報告会等を通じても実施されている。
- ・ 中退共(合同運用分)については、アクティブファンドのマネジャー・ストラクチャー見直し過程での審議結果を踏まえた新たな評価体系に基づくモニタリングと評価が行われた。評価項目や評価基準、シェア変更方法などが全面的に見直され、評価を行うための手法も向上してきているが、分析手法等の更なる改良も可能と思料される。継続的な改善に向けた工夫が期待される。
- ・ 建退共については、現在の評価体系に基づくシェア変更方式が、委託運用部分の所期の運用スタイルのバランスを崩し、リスク分散の機能低下に繋がっている可能性がある。過去の経緯、考え方を総括した上で、早急に改善とポートフォリオのクオリティが劣化しないための施策を講じることが求められる。

イ. 「資産運用の基本方針」への適合性

- ・ 運用内容の「資産運用の基本方針」への適合性関連では、各経理において、運用ガイドライン等の違反は見られなかった。

ロ. ベンチマーク対比運用成績等

- ・ 令和2年度における運用受託機関のパフォーマンスについて、経理別にみると以下の通り。
- ・ 中退共・清退共・林退共の合同運用においては、各資産において、超過収益率を確保した。特に国内外の株式のパフォーマンスが良好であったが、個別ファンドの動きは期待された運用スタイルに沿ったものであり、スタイル分散によるリスク分散が機能していることが示された。今後は、個別ファンドのリスクの取り方についても、過剰、過少両面から確認するなど、パフォーマンス管理の高度化を進めることが期待される。
- ・ 建退共（給付経理、特別給付経理）においては、両経理とも全体で超過収益率を確保したが、給付経理では外国株式が、特別給付経理では外国債券が対ベンチマーク比劣後した。給付経理の外国株式は、特定の運用スタイルに集中し、スタイルに因るリスク分散が機能していないことが明らかであった。このようなスタイルの偏りが生じた経緯の解明、その総括のうえに立った改善策および運用のクオリティが維持される管理体制の構築が早急に求められる。
- ・ 上述の通り、令和2年度における運用受託機関の管理については、中退共・清退共・林退共の合同運用部分について、新たな評価体系の下でのアクティブ運用受託機関のパフォーマンスのモニタリングや、パッシブ運用受託機関の

マネジャー・ストラクチャー見直し実施など、改善がみられた。モニタリング手法にはさらなる改善の余地があると思われるが、全体として適切な対応が採られていると評価する。

一方、建退共では、従来通りのポートフォリオの管理方法が続けていることの問題点が明らかとなった（後述）。

3. 資産運用の基本方針についての適合性

- ・ 機構では資産運用の基本方針に基づいて、毎年度、基本ポートフォリオの定例検証を実施している。同検証については、平成30年度の資産運用委員会において、「中長期的に維持されるべき基本ポートフォリオについて、再構築が必要となるような前提条件の変化が発生しているか否か、を検証するもの」と位置付けることの認識が共有された。
- ・ 上記の認識を踏まえ、令和2年度における基本ポートフォリオの検証では、以下の3つの観点から点検を行った。
 - ① 各機関による金融・経済予測の動向点検
 - － 金融・経済環境に対する見方に大きな変化（構造変化）がないか
 - ② リターン予想値、標準偏差、相関係数等の動向点検
 - － 長期的推移から見た最近の動向の評価（構造変化の兆しの有無等）
 - ③ 想定損失額と剰余（欠損）金水準のバランスの点検
 - － VaR、CVaR、モンテカルロ・シミュレーション等による想定損失額の推計値を踏まえ、適切な水準の剰余金が維持されているか
- ・ 検証結果を踏まえた下記の結論については、何れも妥当なものと思われる。

① 各機関による金融・経済予測の動向点検

- ・ コロナ禍の影響により令和2年度の金融経済予測は令和元年度と比較して様変わりとなったが、各国の金融緩和の影響等によって国内外で株価は上昇し、不安感は募りつつも運用実績としては良好というアンバランスな状況が続いている。
- ・ 長期金利のゼロ水準横這いは長期化する様相であり、環境面では基本ポートフォリオ改定に繋がるような変化があったとは現状言えないが、状況急変リスクも考慮し、引き続き注視していく。

② リターン予想値、標準偏差、相関係数、等の動向点検

- ・ リターン予想値の推移の点検では、中退共の自家運用とヘッジ付き外国債券、および建退共の自家運用とヘッジなし外国債券の予想値が大きく低下した。この結果、中退共、建退共いずれも基本ポートフォリオ見直しの必要性が示唆された。
- ・ 標準偏差と相関係数については、10年スパンで見ると特段の変化は見られないが、5年スパンで見ると国内外の株式の標準偏差の上昇傾向等に注意を要する動きがある等の変化の動きが見られ、基本ポートフォリオのアセットミックスに影響を与える可能性があるため、動向を注視していく。

③ 想定損失額と剰余（欠損）金水準のバランスの点検

- ・ 上述のリターン予想値の低下にともない、中退共、建退共ともに、中位シナリオにおける剰余金の低下傾向が認められる。
- ・ 中退共については、喫緊のリスクではないものの、金融ショック発生時期によっては累損発生の可能性があり、基本ポートフォリオを見直して、逆ザヤの解消と効率性の改善を図る必要性が示された。
- ・ 建退共（給付経理）については、令和3年10月の予定運用利回りの引き下げを織り込んでも、向こう5年間に金融ショックが発生すると剰余金枯渇の可能性が高く、喫緊に基本ポートフォリオを見直す必要性が示唆された。
- ・ 建退共（特別給付経理）、清退共（給付経理・特別給付経理）については、リスク対比で十分な剰余金を有しているとの評価を下した。
- ・ 林退共については、令和2年度に策定した新たな累損解消計画に沿って、令和30年度に累損解消を予定している。

- ・ 建退共の基本ポートフォリオについては、最初に改定の必要性が指摘された平成30年12月の平成30年度第7回資産運用委員会から既に2年半が経過している。この間、財政検証における予定運用利回り変更に係る審議や、建退共制度における最重要プロジェクトである証紙電子化の本格実施等もあり、実施時期が後ずれしているが、同様に見直しの必要性が指摘されているマネジャー・ストラクチャーと共に、可及的速やかな実施が求められる。
- ・ このように、基本ポートフォリオについては、多角的かつ問題意識を持った検証が実施され、総じて適切な資産配分の維持が図られているが、体制面の制約等により検証結果に基づく対応が遅れている建退共については、合同運用も含め、早期実現に向けた取り組みが必要と判断される。
- ・ なお、定例検証については、基本ポートフォリオ見直しの要否について、適時適切な判断が下せるように、引き続き検証手法の改善に取り組むよう要請した。

4. 資産運用業務の執行

(1) コロナ禍に対応した流動性管理

- ・ 未曾有の事態である新型コロナウイルス感染拡大が金融経済ひいては退職金共済制度の掛金等収入や退職金等支払に与える影響が予測し難いことを踏まえ、令和2年5月に「臨時資産運用委員会」を開催し、流動性確保の観点から、自家運用における再投資を原則として見合わせる方針が提案され、委員会として了承した。
- ・ その後令和3年3月には、不安の無い水準まで流動性が蓄積されたと考えられたことから、流動性の水準を当面維持することを条件に、令和3年度から自家運用における再投資を再開することとした。

- ・ 上記の対応については、コロナ禍という未曾有の環境におけるリスクマネジメントとして、妥当な対応であったと評価する。

(2) マネジャー・ストラクチャー見直し(中退共：パッシブ)

- ・ 機構では、合同運用資産について、運用のクオリティの向上、特に具体的には資産間リバランスを行う際の効率性向上、および委託コストの低減を目的として、パッシブ運用部分の資産運用受託機関および資産管理受託機関※1の見直しを実施した。
 - ー これにより、平成30年度初から約2年間かけて実施したアクティブ運用受託機関の見直しと合わせて、一連のマネジャー・ストラクチャー見直しが完了した。
 - ー アクティブ運用は平成20年度以来10年振り、パッシブ運用は、平成15年度以来18年振りの見直しであった。
- ・ 今回の見直しでは、単なる運用受託機関の見直しではなく、委託契約形態についても見直しが行われた。具体的には、従来の単独運用指定包括信託契約※2（以下、指定単）から、運用と管理を分離し、投資一任契約※3（資産運用）を結ぶ運用受託機関と、包括信託契約※4（資産管理）を結ぶ管理受託機関に分けて委託を行う（運管分離）形に変更された。

※1 有価証券の預かり保管、約定決済、配当・利金受入れ、残高管理、議決権行使の事務など、顧客の運用資産の管理に係る業務を行う金融機関

※2 単独運用(信託契約ごとに分けて管理・運用)かつ指定運用(委託者が運用の種類や割合などを大まかに指示)の形での資産運用と、包括信託による資産管理を併せて信託する契約

※3 委託者である顧客から投資判断や投資に必要な権限の委任を受けて資産運用を行う契約

※4 2種類以上の顧客財産(例えば、金銭と有価証券)を、(1種類の財産ごとでなく)一括して引き受ける信託契約

- ・ 見直しの結果、各資産の運用受託機関数の適正化※1、運用委託コストの削減※2、運用機能と管理機能の完全分離による事務効率向上が実現されたことは評価できる。

※1 「規模の利益によるコスト削減」と「競争性の維持・リスク分散」の両面に配慮し、運用受託機関は各資産で原則2社とした（金額の少ない外国株式は1社）。

※2 パッシブ運用全体での報酬率は約半分に低下する見込み。

- ・ なお、中退共については、パッシブ運用部分のマネジャー・ストラクチャー見直しにより、当資産運用委員会設置以来、5年余に亘って取組んで来た資産運用業務を巡る一連の課題に対するゼロベースからの見直しが終了した。（※注 「一連の課題」とは、基本ポートフォリオの再構築、アクティブ運用部分のマネジャー・ストラクチャー見直し、スチュワードシップ活動への取組み、などを指す。）

こうした取組みで得られた成果や知見は、他の経理にも伝播、好影響を与えており、清退共・林退共が委託運用部分の合同運用への参加に踏み切ったほか、林退共は新たな累損解消計画を策定、建退共も合同運用への参加に向けた検討を開始するなど、機構全体としての運用方法・手法および運用管理体制の底上げに繋がっている。また、見直しの過程では、資産運用に関するガバナンスについての問題意識共有も図られている。

今後も、資産運用を巡る環境の急激な変化を注視し、適時適切な見直しに取り組まれることを期待する。

（3）スチュワードシップ活動

イ．日本版スチュワードシップ・コード再改訂版の受入れ表明

- ・ 機構は、令和2年9月に再改訂された日本版スチュワー

ドシッ・コードの受入れ表明を行った。

- ・ 今回の再改訂では、「最終受益者の視点を意識する」という新たな規範が導入されたことから、機構における「最終受益者」について、資産運用委員会において活発な審議が行われた。
- ・ 中退共制度は、『従業員の福祉の増進と中小企業の振興』という中退法上の制度の目的に鑑み、従業員（被共済者）と企業（共済契約者）の何れを最終受益者と考えるべきか、が論点となった。この問題については、金融庁や他の公的機関との意見交換や弁護士見解なども踏まえ、最終的には、「退職金を将来にわたり確実に給付するため、制度を安定的に運営していく上で必要とされる収益を長期的に確保することを目指す」ことが被共済者、共済契約者双方の利益に合致する、との結論に達した。
- ・ 受入れ表明文では、スチュワードシップ・コードのソフト・ローとしての性格に鑑み、「Comply or Explain」の説明責任を果たすため、上記の解釈を前提とした条件付きの受入れであることが明示された。
- ・ こうした解釈及び機構に託されている資金の特性を踏まえた受入れ表明は、制度の趣旨とスチュワードシップ・コードで求められる社会的な責任双方に配慮した適切な措置であると思料する。

ロ. エンゲージメント

- ・ 中退共では、令和2年度も、理事長による主要運用機関トップマネジメントとの面談と、実務レベルでのエンゲージメント実施部署との意見交換という複層的な活動が実施された。機構において本格的なスチュワードシップ活動が開始されて3年目となり、こうした活動も定着した観があり、内容

も年々充実しているように窺える。令和2年度には、本邦運用機関ビジネスの将来展望や、エンゲージメント拡充のための人的資源投入の必要性等の継続案件に加え、コロナ禍とESG要素の関係等についても取り上げられている。

- ・ こうした活動は、機構の貴重な無形資産となりつつあるが、経理間で実施状況に格差が生じている。独立行政法人という公的機関のアセットオーナーとして、より高い機能を発揮するためには、機構全体として均質で質の高いサービスを提供できるよう、更なる工夫が期待される。
- ・ なお、機構のステュワードシップ活動については、「ステュワードシップ活動状況の概要」(令和3年2月)として公表された。

(4) 建退共の資産運用における課題

- ・ 令和2年度の資産運用委員会では、第4回資産運用委員会における建退共の自家運用債券の年限構成に関する審議以降、第10回資産運用委員会まで7回の会合において、建退共の資産運用に係る問題を取り上げ、最も多くの審議時間を費やした。また委員会として、機構の組織全体で建退共事業本部による調査・分析を支援するよう要請し、機構としても多くの資源を投入したテーマであった。主な審議内容は下記の通りである。

委員会としては、①建退共(給付経理)の累積剰余金水準が、望ましい水準を下回る中、現在の基本ポートフォリオが令和3年10月1日から予定運用利回りが引き下げられても、なお逆ザヤが残ること、②現状のマネジャー・ストラクチャーにおいて運用スタイルのバランスが崩れており、十分なリスク分散機能を有していないこと、③国内外の金融市場が非常に不安定な状況にあり、上述のリスクが顕在化して制

度からの要請に応えることに支障が出る懸念が高まりつつあること、等を踏まえ、基本ポートフォリオ見直しを、マネジャー・ストラクチャー見直しと合わせ、喫緊の課題として捉えている。

イ. 自家運用

- ・ 建退共（給付経理）では、従来、自家運用についてはラダー型戦略を採っていると説明してきたが、実際の債券の年限構成や、今後の再投資計画からそうした認識や長期的な流動性管理方針の妥当性に疑義が生じたため※、自家運用の運営方針について見直しを行った。

※かなりの金額の20年債を保有し、今後も再投資することが計画されていたもの。人口動態等長期の流動性見通しに必須と思われる要素が勘案されていないことが判明した。

- ・ 被共済者の年齢層別将来見通し等の分析を行った結果、被共済者の勤続年数の把握が難しいという制度上の特性も踏まえ、15年のラダー型戦略を採用することが適当との結論に至った。

ロ. 必要な利回り

- ・ 自家運用に続き、基本ポートフォリオ策定の出発点となる期待収益率を決定するため、新たな予定運用利回りに対応した必要な利回りの算定を行った。
- ・ 建退共の場合、被共済者が職場を転々とする非正規雇用者であるため証紙制度という特殊な制度を採っている。この制度の下、就労が不定期で定年制もないという就労慣行もあって、予定運用利回りと退職金の関係が不安定、という問題があり、必要な利回りの推定方法については慎重に審議を重ねた。

- ・ 建退共の必要な利回りの評価には技術的な困難がある。今回は、現時点で入手可能なデータの制約を踏まえ、いくつかの仮定を置いた推定方法を採用した。この利回りの評価値が資産運用の出発点であることを踏まえると、今後、データの整備を進めつつ、推定方法を改善することが望まれる。

ハ. 基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャー

- ・ 建退共の基本ポートフォリオについては、平成 30 年 12 月の資産運用委員会において、見直しの必要性が指摘されていたが、令和元年度より検討が行われた財政検証において、令和 2 年 8 月に予定運用利回りの引き下げが適切とされたこと、さらに令和 3 年 3 月の証紙電子化プロジェクト本格実施の準備作業を優先するとの事業本部の判断もあり、これまで見直しを実現していない。
- ・ マネジャー・ストラクチャーについては、平成 13 年時点で既にバランス型から特化型への移行の必要性が指摘されていたが、今尚、実現されていない。
- ・ この結果、そもそも特化型に比べ資産毎のリスク分散が難しいことに加え、運用実績(超過収益率)に偏重した委託金額ベースでのシェア変更を繰り返したため、スタイルが偏り、リスク分散が機能し難くなっている。また、運用受託機関によって受託している資産の種類・数が異なるという不完全なバランス型であるため、リバランス機能も不十分であり、資産配分効果がマイナスになっている。こうした状況で金融ショックが発生すれば大きな損失に繋がりがねない。
- ・ こうしたポートフォリオの機能上の問題に加え、委託報酬率も特化型に比べ、かなり割高である。
- ・ 最近の世界的な金融市場の不安定さも踏まえれば、可及的速やかな見直しが求められるが、現在の建退共の陣容・体制

では、基本ポートフォリオ、マネジャー・ストラクチャーの見直しは困難である。

- ・ また、証紙電子化プロジェクトという制度の中長期的維持可能性を左右する重要案件を抱え、資源制約上、早急な体制整備も出来ないというのが本事業を統括する理事長代理の判断である。
- ・ こうした実態を踏まえ、当面採り得る措置として、機構からは委託運用部分の合同運用が提案されている。
- ・ 現在の金融情勢の下で、適切な運用スタイルの分散によるリスクの分散が行われていないという差し迫った状況を考えれば、現在の建退共の陣容・体制で基本ポートフォリオとマネジャー・ストラクチャー見直しを出来る限り早期に実現するために、中退共等との合同運用を選択したいという機構の判断は首肯出来る。機構においては、運営委員会等関係機関と協議し、理解を得るべく最大限の努力を払って、早期実施に結びつけていくことが求められる。
- ・ ただし、アセットミックス選択の自由度が低下する合同運用は、あくまで当面の措置と捉えるべきである。並行して、今回のポートフォリオの劣化を招いた大きな要因が建退共本部の体制不足にあった点に鑑み、今後、中退共と同品質のサービス、ポートフォリオ管理プロセスを提供するため、1兆円の資金規模を持つ公的アセットオーナーに相応しい、運用体制（スチュワードシップ活動を含む）の構築を行い、同様の問題を繰り返さないようにしていくことに関して早期に検討することが求められる。

5. ガバナンス

- ・ 令和2年度の委員会では、資産運用業務に関するガバナンスについても審議を行った(令和3年2月19日開催第9回)。

- ・ 当機構における資産運用業務に関するガバナンスの議論の出発点は、平成 25 年 12 月 24 日に閣議決定された「独立行政法人改革等に関する基本的な方針」において、「金融業務を行う」法人と位置付けられたことにあり、平成 27 年 4 月に改正された独法通則法では、役員の職務に対する忠実義務や、業務方法書への内部統制の体制記載、主務大臣による適材適所の人材登用が規定された。そうした経緯を踏まえ、役員には以下の理事長方針が示されているが、適切なものと評価する。

<理事長方針>

「金融業というのは、元々公共的な使命を帯びているので、高い職業倫理が要求されていることに加え、情報の非対称性がある業務なので、機構には共済契約者並びに被共済者に対して、リスクの指摘責任がある」

- ・ これまでに中退共では、スチュワードシップ活動を含めて規程より先に実質的な体制整備が進んだものの、規程についてはなお整備の余地があり、建退共においては、規程、体制ともこれから整備していく状況にある、との機構の現状認識と問題意識は妥当なものと思料する。
- ・ 機構は、金融に関する専門集団、実務遂行集団である以上、被共済者、共済契約者との間に情報の非対称性が確実に存在し、拡大して行く傾向にある。また、資産運用委員会と、運営委員会等との関係も同様である。したがって、機構と当委員会にはリスク指摘責任があり、その責任をエキスパートとして果たすことが求められる。
- ・ 近年、資産運用に携わる者の心構え、行動をめぐる環境が劇的に変わっており、金融界やパブリックセクターに対する評価の基準は非常に厳しくなっている。この基準は今後、益々厳しくなることが見込まれる。機構は公的機関（独立行

政法人) という側面と、金融機関という側面を持っているので、ガバナンスについても、理事長が理事長方針に掲げているように、一段上を行く覚悟を持って取り組む必要がある。また、厚生労働省とも倫理感、経営哲学についての認識を一致させておくことも重要である。

- ・ 今後も世の中の動向を睨みつつ、こうした議論を継続して行くことが期待され、委員会としても貢献して参りたい。

6. 運用関連業務の実施状況

(1) 対外公表

- ・ 対外公表については、委員会の議事要旨をはじめ、年度及び四半期毎の運用実績と資産構成のほか、令和元年度運用結果報告(令和2年6月)、スチュワードシップ活動状況の概要(令和3年2月)等について、ホームページ上で公表された。
- ・ 議事要旨については、コロナ禍対応の他、建退共の基本ポートフォリオ見直し等時間的制約の厳しい審議事案が続き、委員会がほぼ毎月開催される状況ではあったが、議事要旨は余り遅れることなく公表されており、資料の早期公開という観点から、改善が見られた。

(2) 最新の資産運用結果及びその他の財務状況の把握と厚生労働省への情報提供

- ・ 機構は、第4期中期計画において、最新の資産運用結果及びその他の財務状況を把握することとしている。また、年度計画では、そうした情報を、経済・金融情勢に対応して予定運用利回りの検討に資するよう、適宜厚生労働省に情報を提供することとしている。
- ・ 機構は、最新の資産運用結果及びその他の財務状況につい

ては、月単位で情報を徴求して把握すると共に、四半期毎に報告会を開催して運用受託機関から直接状況を聴取している。

国内外の経済・金融情勢については、各経済予測機関による予測の動向を含め、最新動向が定期的に点検され、参考材料の一つとして委員会に報告された。

- ・ 厚生労働省に対しても、求めに応じ、労働政策審議会勤労者生活分科会中小企業退職金共済部会へ提供する資料のための情報を遅滞なく提供している。
- ・ 上記の状況に鑑みると、機構の令和2年度における厚生労働省に対する情報提供は、適時適切に実施されたものと評価する。

以 上

令和2年4月から令和3年3月の資産運用実績報告

1.運用概要

(単位:億円、%)

| | 中退共事業 給付経理 | 建退共事業 | | 清退共事業 | | 林退共事業 給付経理 | |
|----------------------------------|------------------|---------------------|--------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|
| | | 給付経理 | 特別給付経理 | 給付経理 | 特別給付経理 | | |
| 運用利回り※1 | 5.25 | 3.99 | 4.50 | 2.59 | 0.03 | 4.70 | |
| 自家運用利回り | 0.44 | 0.58 | 0.44 | 0.22 | 0.03 | 0.37 | |
| 委託運用利回り | 11.28 | 10.28 | 8.13 | 12.17 | - | 12.17 | |
| 運用損益 | 2,588.19 | 395.88 | 13.81 | 0.98 | 0.00 | 7.03 | |
| 自家運用 | 121.87 | 37.28 | 0.64 | 0.07 | 0.00 | 0.35 | |
| 委託運用 | 2,466.32 | 358.60 | 13.17 | 0.92 | - | 6.68 | |
| 運用資産総額 | 52,298 | 10,306 | 316 | 38 | 3 | 157 | |
| 予定運用利回り | 1.00 | 3.00 | 3.00 | 2.30 | 2.30 | 0.50 | |
| 採算利回り※2 | 1.10 | 1.82 | 2.12 | 1.94 | 0.37 | 0.77 | |
| 基本 (乖離許 容幅) オ リ オ | 国内債券 | 79.6 (±3.0) | 89.5 (±7.0) | 88.0 (±7.0) | 90.1 | 100.0 | 81.3 |
| | 自家運用 | 59.6 | 66.9 | 55.7 | 80.4 | 100.0 | 63.0 |
| | 委託運用 | 20.0 | 22.6 | 32.3 | 9.7 | - | 18.3 |
| | 国内株式 | 7.2 (±2.0) | 5.3 (±2.2) | 6.0 (±2.5) | 3.5 | - | 6.6 |
| | 外国債券 | 9.9 (±1.0) | 2.6 (±1.3) | 3.0 (±1.5) | 4.8 | - | 9.1 |
| | 外国株式 | 3.3 (±1.0) | 2.6 (±1.3) | 3.0 (±1.5) | 1.6 | - | 3 |
| | リターン予想値 ※3 | 0.75 | 0.76 | 0.68 | 0.62 | 0.04 | 0.67 |
| | リスク値(標準偏差) ※3 | 1.58 | 1.39 | 1.58 | 0.77 | 0.09 | 1.45 |
| | 累積剰余(欠損)金 (A) | 令和元年度末 3,742.01 | 令和2年度末 629.67 | 令和3年度末 132.90 | 令和4年度末 25.47 | 令和5年度末 2.10 | 令和6年度末 △7.04 |
| | 責任準備金 (B) | 令和元年度末 44,576.16 | 令和2年度末 9,241.62 | 令和3年度末 176.73 | 令和4年度末 13.80 | 令和5年度末 0.71 | 令和6年度末 157.40 |
| リスク・バッファ比率 (A)÷(B) | 令和元年度末 8.39 | 令和2年度末 6.81 | 令和3年度末 75.20 | 令和4年度末 184.57 | 令和5年度末 295.77 | 令和6年度末 △4.47 | |
| 想定損失額 ※4(億円) | △ 5,150 | △ 941 | - | △4.15 | - | △ 13.78 | |

※1.委託手数料控除後。

※2.現状の累積剰余金・累積欠損金の変動しない運用利回り

※3.令和元年度の基本ポートフォリオ検証時の数値(データは令和元年7月時点)。

※4.モンテカルロシミュレーション1%tile。中退共給付経理と建退共給付経理は、令和2年度の基本ポートフォリオ検証時の数値(データは令和2年7月時点)。清退共給付経理と林退共給付経理は、令和2年度の財政検証時の数値(データは令和2年1月時点)。

2.資産状況

(単位:億円、%)

| 運用の方法等 | 中退共事業(給付経理) | | | 建退共事業(給付経理) | | | 建退共事業(特別給付経理) | | | |
|--------|-------------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------------|--------|-------|-------|
| | 資産額 | 構成比 | 利回り | 資産額 | 構成比 | 利回り | 資産額 | 構成比 | 利回り | |
| 自家運用 | 有価証券 | 24,513 | 46.87 | 0.47 | 5,835 | 56.62 | 0.61 | 119 | 37.68 | 0.51 |
| | 預金 | 3,581 | 6.85 | 0.00 | 658 | 6.38 | 0.00 | 24 | 7.53 | 0.00 |
| 委託運用 | 包括信託 | 22,515 | 43.05 | 12.17 | 3,524 | 34.19 | 11.13 | 156 | 49.31 | 9.02 |
| | 生命保険資産 | 1,688 | 3.23 | 1.27 | 290 | 2.81 | 0.87 | 17 | 5.48 | 0.79 |
| | 有価証券信託 | (7,377) | (30.09) | 0.01 | (1,830) | (31.36) | 0.01 | - | - | - |
| 合計 | 52,298 | 100.00 | 5.25 | 10,306 | 100.00 | 3.99 | 316 | 100.00 | 4.50 | |
| 運用の方法等 | 清退共事業(給付経理) | | | 清退共事業(特別給付経理) | | | 林退共事業(給付経理) | | | |
| | 資産額 | 構成比 | 利回り | 資産額 | 構成比 | 利回り | 資産額 | 構成比 | 利回り | |
| 自家運用 | 有価証券 | 24 | 62.54 | 0.26 | 0 | 7.26 | 0.14 | 81 | 51.55 | 0.42 |
| | 預金 | 6 | 15.28 | 0.00 | 3 | 92.74 | 0.00 | 14 | 9.23 | 0.00 |
| 委託運用 | 包括信託 | 8 | 22.18 | 12.17 | - | - | - | 62 | 39.22 | 12.17 |
| | 生命保険資産 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | 有価証券信託 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 合計 | 38 | 100.00 | 2.59 | 3 | 100.00 | 0.03 | 157 | 100.00 | 4.70 | |

(注1) 包括信託は時価総額、その他の資産は帳簿価額である。

(注2) 利回りは決算利回りであり、計算式は「収益額/平均残高」である。(費用控除後)

(注3) 有価証券信託は自家運用により取得した有価証券の信託による運用であり、内数である。また、構成比は有価証券に対する構成比である。

(注4) 包括信託について、会計文書の勘定科目名は「金銭信託」を使用している。

(注5) 単位未満は四捨五入しているため内訳と合計額が一致しないことがある。

※4.「包括信託」の利回りと次頁掲載の「手数料控除後収益率」は同じものであるが、算出方法が異なるため、必ずしも一致しない。

3.包括信託運用実績

【構成比及び収益率】

(単位:%)

(1)中退共事業(給付経理)・清退共事業(給付経理)・林退共事業(給付経理)(合同運用資産)

| | 構成比 | | | 収益率 | | |
|------|--------|--------|--------|--------|-----------------|------|
| | ファンド | 基本方針 | 差 | ファンド | ※2 ベンチマーク収益率 | 差 |
| 国内債券 | 47.40 | 49.50 | △ 2.10 | △ 0.40 | △ 0.70 | 0.30 |
| 国内株式 | 19.17 | 17.80 | 1.37 | 44.98 | 42.13 | 2.85 |
| 外国債券 | 24.28 | 24.50 | △ 0.22 | △ 0.67 | △ 1.85 | 1.19 |
| 外国株式 | 9.15 | 8.20 | 0.95 | 65.30 | 59.79 | 5.50 |
| 合計 | 100.00 | 100.00 | 0.00 | 12.29 | 10.16 | 2.14 |

| 収益率(特化型) | |
|----------|----------|
| 手数料率 | 手数料控除後 |
| 0.06 | △ 0.46 |
| 0.16 | 44.82 |
| 0.14 | △ 0.81 |
| 0.24 | 65.06 |
| 0.12 | ※3 12.18 |

| 【参考】 | アクティブ運用収益率 | | | パッシブ運用収益率 | | |
|------|------------|-----------|------|-----------|-----------|--------|
| | ファンド | ベンチマーク収益率 | 差 | ファンド | ベンチマーク収益率 | 差 |
| 国内債券 | 0.08 | △ 0.70 | 0.78 | △ 0.74 | △ 0.70 | △ 0.04 |
| 国内株式 | 47.11 | 42.13 | 4.98 | 42.20 | 42.13 | 0.06 |
| 外国債券 | 0.35 | △ 1.85 | 2.21 | △ 2.13 | △ 1.85 | △ 0.28 |
| 外国株式 | 68.08 | 59.79 | 8.28 | 60.11 | 59.79 | 0.31 |

| うち収益率(アクティブ) | | うち収益率(パッシブ) | |
|--------------|--------|-------------|--------|
| 手数料率 | 手数料控除後 | 手数料率 | 手数料控除後 |
| 0.10 | △ 0.02 | 0.03 | △ 0.77 |
| 0.25 | 46.86 | 0.05 | 42.15 |
| 0.20 | 0.15 | 0.05 | △ 2.19 |
| 0.32 | 67.76 | 0.07 | 60.04 |

(2)建退共事業(給付経理)

| | 構成比 | | | 収益率 | | |
|------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|
| | ファンド | ※1 中心値 | 差 | ファンド | ベンチマーク収益率 | 差 |
| 国内債券 | 65.62 | 67.40 | △ 1.78 | △ 0.46 | △ 0.70 | 0.24 |
| 国内株式 | 17.57 | 16.40 | 1.17 | 45.24 | 42.13 | 3.11 |
| 外国債券 | 8.24 | 8.10 | 0.14 | 6.32 | 5.43 | 0.89 |
| 外国株式 | 8.57 | 8.10 | 0.47 | 58.57 | 59.79 | △ 1.23 |
| 合計 | 100.00 | 100.00 | 0.00 | 11.49 | ※2 10.37 | 1.12 |

| 収益率(バランス型) | |
|------------|----------|
| 手数料率 | 手数料控除後 |
| 0.21 | △ 0.67 |
| 0.35 | 44.89 |
| 0.29 | 6.03 |
| 0.27 | 58.30 |
| 0.24 | ※3 11.25 |

(3)建退共事業(特別給付経理)

| | 構成比 | | | 収益率 | | |
|------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|
| | ファンド | ※1 中心値 | 差 | ファンド | ベンチマーク収益率 | 差 |
| 国内債券 | 73.40 | 73.60 | △ 0.20 | △ 0.35 | △ 0.70 | 0.35 |
| 国内株式 | 13.24 | 13.20 | 0.04 | 51.30 | 42.13 | 9.17 |
| 外国債券 | 6.65 | 6.60 | 0.05 | 5.41 | 5.43 | △ 0.02 |
| 外国株式 | 6.71 | 6.60 | 0.11 | 60.84 | 59.79 | 1.04 |
| 合計 | 100.00 | 100.00 | 0.00 | 9.39 | ※2 8.18 | 1.21 |

| 収益率(バランス型) | |
|------------|---------|
| 手数料率 | 手数料控除後 |
| 0.22 | △ 0.57 |
| 0.33 | 50.97 |
| 0.27 | 5.14 |
| 0.38 | 60.46 |
| 0.25 | ※3 9.14 |

※1. 包括信託の令和2年度アセットアロケーションの中心値である。

※2. 合計のベンチマーク収益率は、各資産のベンチマークを、各資産の委託運用部分の基本ポートフォリオにおける構成比で加重平均した値から算出。したがって、合計欄におけるファンド収益率とベンチマーク収益率の差には資産配分効果が含まれる。

※3. 手数料控除後収益率と前掲掲載の2.資産状況「包括信託」の利回りは同じものであるが、算出方法が異なるため、必ずしも一致しない。

(注1) 時間加重収益率を表示している。

(注2) 単位未満は四捨五入しているため内訳と合計額が一致しないことがある。

(注3) 包括信託の資産毎のベンチマークは、基本方針に定めている以下の指標による。

- ・ 国内債券 NOMURA-BPI総合、国内株式 TOPIX(配当込み)
- ・ 外国債券 (中退共・林退共)FTSE世界国債インデックス(日本を除く、円ヘッジ・円ベース)
- (建退共)FTSE世界国債インデックス(日本を除く、円ベース)
- ・ 外国株式 MSCI KOKUSAI(円ベース、配当込み、GROSS)

【要因分析】＜超過収益率は、委託手数料控除前＞

(単位：%)

(1) 中退共事業(給付経理)・清退共事業(給付経理)・林退共事業(給付経理)(合同運用資産)

| | 超過収益率 | 資産全体の超過収益率の要因分析(寄与度)※2 | | | |
|------|-------|------------------------|--------|---------|------|
| | | 個別資産効果 | 資産配分効果 | ※1 複合効果 | 合計 |
| 国内債券 | 0.30 | 0.16 | 0.19 | △ 0.01 | 0.34 |
| 国内株式 | 2.85 | 0.39 | 0.35 | 0.02 | 0.76 |
| 外国債券 | 1.19 | 0.32 | 0.05 | 0.00 | 0.37 |
| 外国株式 | 5.50 | 0.30 | 0.34 | 0.03 | 0.68 |
| 合 計 | 2.14 | 1.17 | 0.93 | 0.04 | 2.14 |

(2) 建退共事業(給付経理)

| | 超過収益率 | 資産全体の超過収益率の要因分析(寄与度)※2 | | | |
|------|--------|------------------------|--------|---------|------|
| | | 個別資産効果 | 資産配分効果 | ※1 複合効果 | 合計 |
| 国内債券 | 0.24 | 0.18 | 0.16 | △ 0.01 | 0.33 |
| 国内株式 | 3.11 | 0.38 | 0.28 | 0.04 | 0.70 |
| 外国債券 | 0.89 | 0.08 | △ 0.01 | 0.00 | 0.07 |
| 外国株式 | △ 1.23 | △ 0.07 | 0.10 | 0.00 | 0.03 |
| 合 計 | 1.12 | 0.57 | 0.52 | 0.03 | 1.12 |

(3) 建退共事業(特別給付経理)

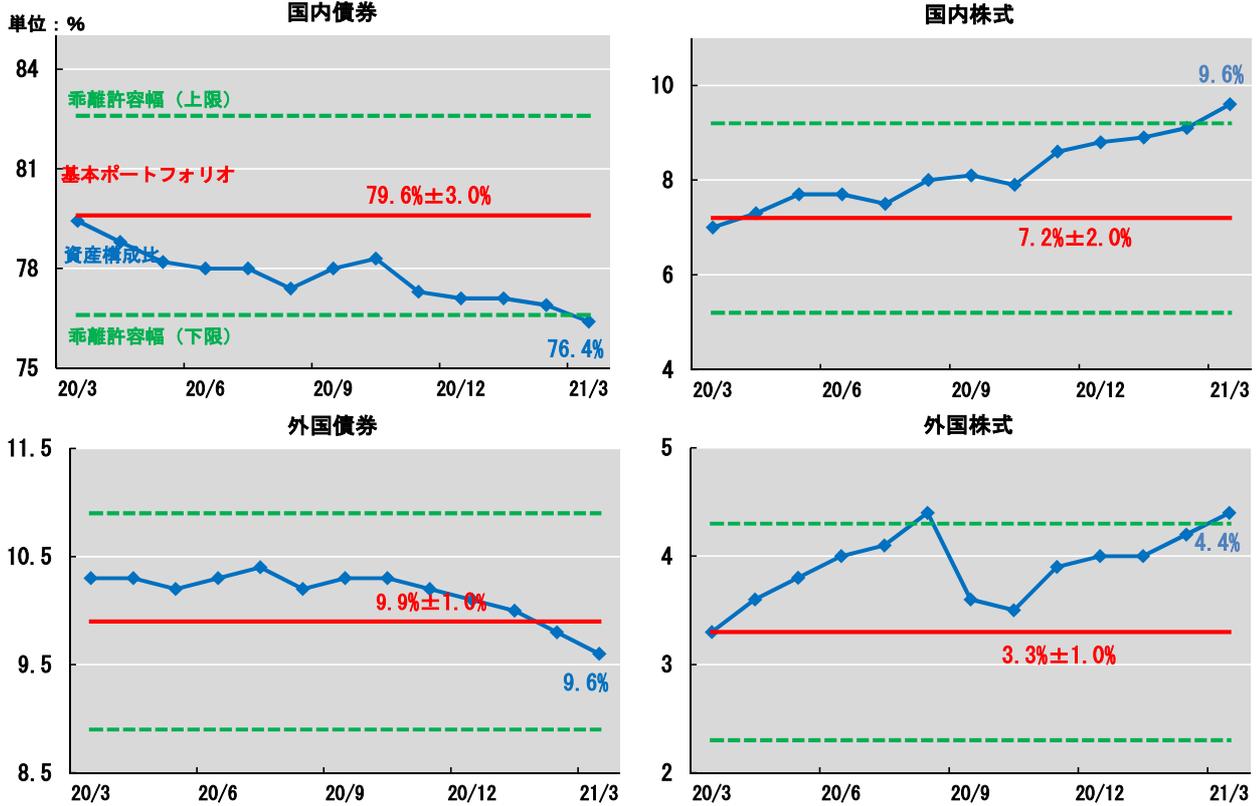
| | 超過収益率 | 資産全体の超過収益率の要因分析(寄与度)※2 | | | |
|------|--------|------------------------|--------|---------|------|
| | | 個別資産効果 | 資産配分効果 | ※1 複合効果 | 合計 |
| 国内債券 | 0.35 | 0.28 | 0.00 | 0.00 | 0.28 |
| 国内株式 | 9.17 | 0.90 | △ 0.03 | 0.00 | 0.87 |
| 外国債券 | △ 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 外国株式 | 1.04 | 0.05 | 0.01 | 0.00 | 0.06 |
| 合 計 | 1.21 | 1.23 | △ 0.02 | 0.00 | 1.21 |

※1.国内債券の複合効果は、資産全体の複合効果から国内債券以外の複合効果を差し引いて算出。

※2.短期資産について、(1)中退共事業(給付経理)・清退共事業(給付経理)・林退共事業(給付経理)(合同運用資産)では、各資産に配分して分析。(2)建退共事業(給付経理)および(3)建退共事業(特別給付経理)では、国内債券に含めて分析。

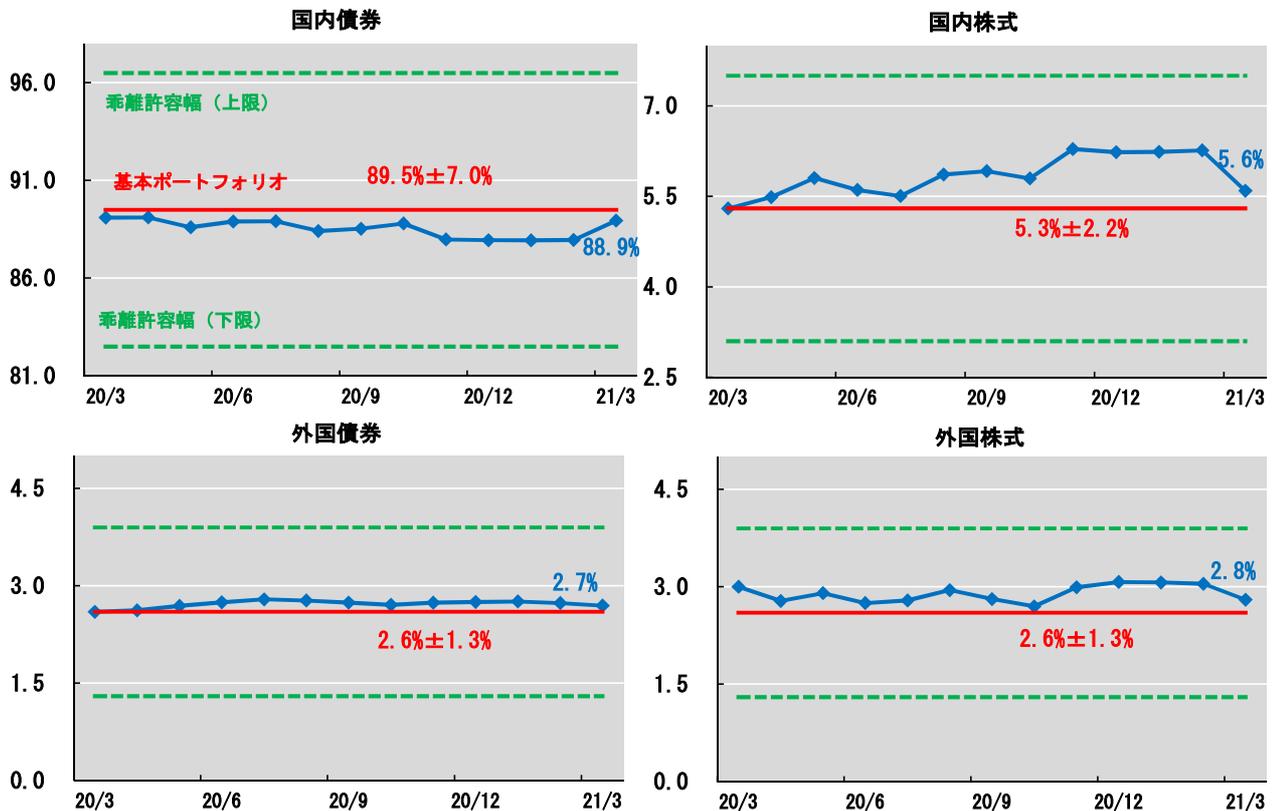
4.資産構成割合の推移

(1)中退共事業(給付経理)

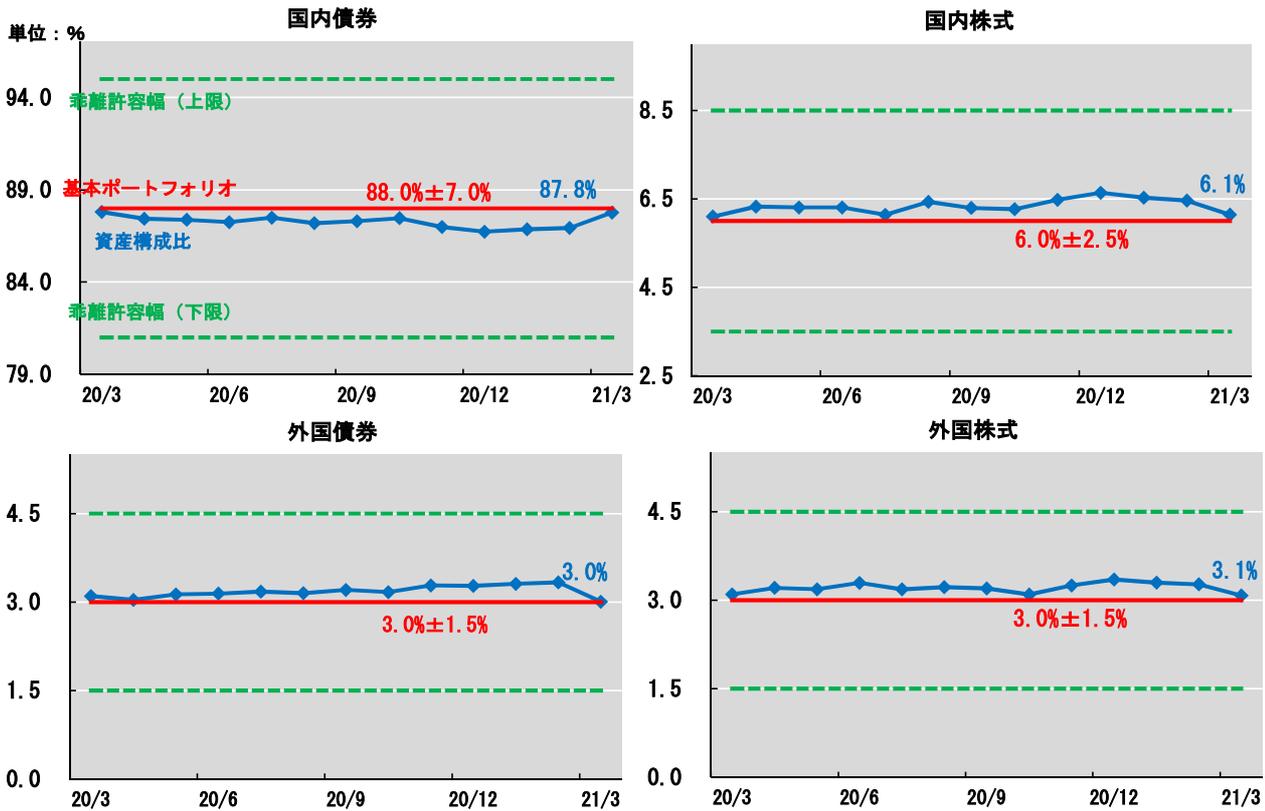


注)令和3年(2021年)3月末時点で、国内債券、国内株式、外国株式の構成比が、乖離許容幅を超過している。
この後、4月にリバランスを実施し、各資産の構成比は乖離許容幅内に戻った。

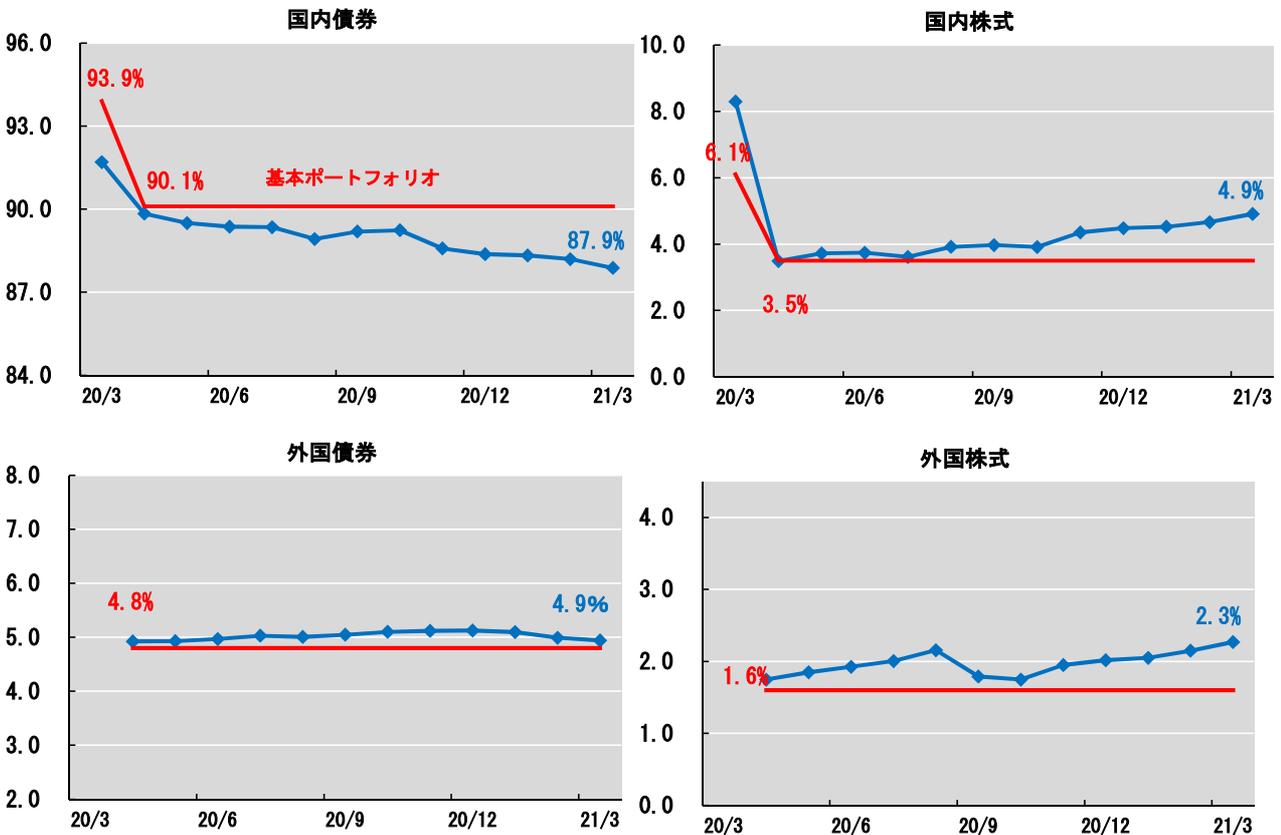
(2)建退共事業(給付経理)



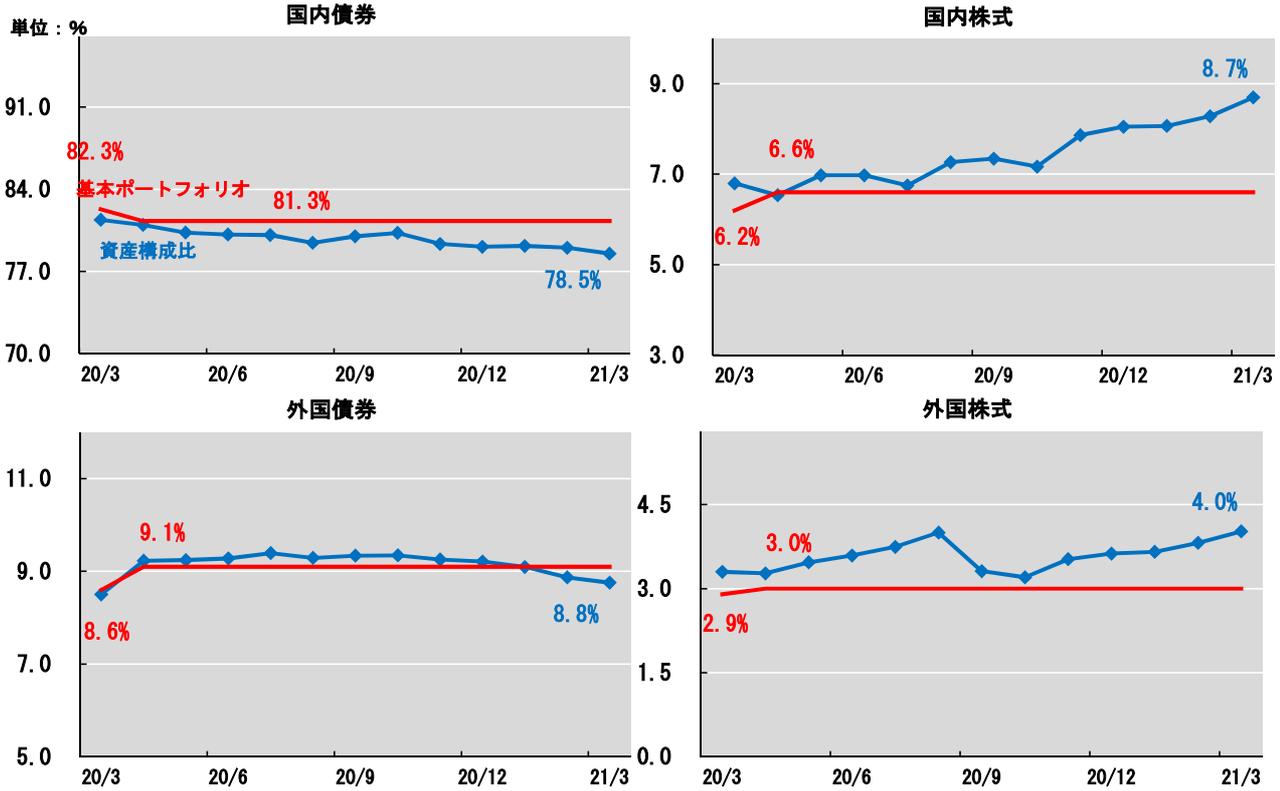
(3) 建退共事業(特別給付経理)



(4) 清退共事業(給付経理)



(5) 林退共事業(給付経理)



資産構成割合

(単位:億円、%)

| | 中退共事業(給付経理) | | | 建退共事業(給付経理) | | | 建退共事業(特別給付経理) | | |
|------|-------------|------|-----------|-------------|------|-----------|---------------|------|-----------|
| | 資産残高 | 構成比 | 基本ポートフォリオ | 資産残高 | 構成比 | 基本ポートフォリオ | 資産残高 | 構成比 | 基本ポートフォリオ |
| 国内債券 | 39,964 | 76.4 | 79.6±3.0 | 9,167 | 88.9 | 89.5±7.0 | 277 | 87.8 | 88.0±7.0 |
| 国内株式 | 4,997 | 9.6 | 7.2±2.0 | 576 | 5.6 | 5.3±2.2 | 19 | 6.1 | 6.0±2.5 |
| 外国債券 | 5,029 | 9.6 | 9.9±1.0 | 278 | 2.7 | 2.6±1.3 | 9 | 3.0 | 3.0±1.5 |
| 外国株式 | 2,309 | 4.4 | 3.3±1.0 | 286 | 2.8 | 2.6±1.3 | 10 | 3.1 | 3.0±1.5 |
| 合計 | 52,298 | 100 | - | 10,306 | 100 | - | 316 | 100 | - |

| | 清退共事業(給付経理) | | | 林退共事業(給付経理) | | |
|------|-------------|------|-----------|-------------|------|-----------|
| | 資産残高 | 構成比 | 基本ポートフォリオ | 資産残高 | 構成比 | 基本ポートフォリオ |
| 国内債券 | 34 | 87.9 | 90.1 | 123 | 78.5 | 81.3 |
| 国内株式 | 2 | 4.9 | 3.5 | 14 | 8.7 | 6.6 |
| 外国債券 | 2 | 4.9 | 4.8 | 14 | 8.8 | 9.1 |
| 外国株式 | 1 | 2.3 | 1.6 | 6 | 4.0 | 3.0 |
| 合計 | 38 | 100 | - | 157 | 100 | - |

勤退機構の資産運用業務の評価における留意事項

— 各種利回りの読み方について —

○ 勤退機構における資産運用実績や基本ポートフォリオを評価するに際しては、各経理（共済制度）の制度上の特徴点と、財務状況を勘案する必要がある点に留意が必要である。

1. 予定運用利回りと採算利回り

中退共については、毎月積み立てられる掛金に対して制度全体として付与されるのが予定運用利回り（1.0%）であり、それに業務経費率（0.1%）を加えたのが採算利回りであって、分かり易い構造であるが、特退共（建退共、林退共、清退共）における予定運用利回りと採算利回りの関係は中退共とは異なるため、留意が必要。

特退共（建退共、林退共、清退共）では、非正規雇用者を対象としているため、就業形態の特殊性（非連続的就労、職場の異動）から1日分の勤労に対して証紙1枚を手帳に貼付する仕組みで運営されている。手帳1冊で1年分（月あたり業種により15~21日×12カ月）の勤労と見做されて予定運用利回りが付与されるが、平均的には手帳1冊分の証紙が貼られるのに要する期間は1年を上回っていることなどから、採算利回りが予定運用利回りよりも低くなり得る。

累積損失金を抱えている林退共については、責任準備金を下回る資産運用額で予定運用利回りを達成する必要があるほか、資産運用額が中退共、建退共に比べて小さく、業務経費率の割合が高くなっているため、採算利回りが予定運用利回りを上回っている。

2. 採算利回りとリターン予想値

リターン予想値は、現行基本ポートフォリオの資産構成比率において、先行き5年間の収益率を予想した数値である。リターン予想値は比較的振れが大きいため、幅を持つ必要があるが、リターン予想値が採算利回りを大きく下回っている場合には、累積剰余金が中期的に減少、財務が悪化することが示唆されることになる。このことに照らすと、建退共と清退共については、リターン予想値が採算利回りを大きく下回っており、注意を要する。

しかしながら、清退共については、リターン予想値が採算利回りを下回っているものの、極めて高水準の累積剰余金を有しており（責任準備金の約2~3倍）、剰余金を取り崩して還元する方針であるため、問題はないと考えられる。

一方、建退共については、累積剰余金の水準は想定損失額を大きく下回っている。資産運用委員会におけるこれまでの議論において、リスクテイクは累積剰余金の範囲内、という基本的な原則が確認されており、現状は過剰なリスクを取っている状況にある。リターン予想値が採算利回りを大きく下回ると共に、過剰なリスクを抱えている状況は、資産運用だけでは解決できない状態にあることを示すものであり、基本ポートフォリオに加え、予定運用利回り等制度面も含めた見直しが必要である。5年に1度の財政検証が令和元年度より実施され、そうした現状も踏まえ、予定運用利回りの引下げが決定された。

3. 必要な利回り

もう一つ重要な利回りに「必要な利回り」がある。必要な利回りは、「資産運用の基本方針」において

「運用の目標」として掲げられているものであり、「中期的に事業の運営に必要な利回り」と定義されている。「運用の目標」では、この「必要な利回り」を「最低限のリスクで確保すること」、が求められている。

必要な利回りの内訳は、基本的には「予定運用利回りに従って増加する責任準備金の額」と「業務経費」の合計の資産に対する割合、で定義される。ただし、累積欠損金を抱える林退共については、「累損の計画的な解消を図るための費用」が加えられている。

中退共の場合は、加入期間と就労期間が基本的に等しいため、予定運用利回りに業務経費率を加えたものが必要な利回りになる。

一方、特退共については、就労が不定期である被共済者が中心であり、実際の加入者としての勤務日数が1年分に達すると1年分の金利が付与される形であるため、予定運用利回りと必要な利回りの関係は、制度や経済情勢等様々な影響を受けて変動する。

以 上

「資産運用の基本方針」の遵守状況の報告について

独立行政法人勤労者退職金共済機構

| [資産運用の基本方針の規定] | [遵守状況] |
|---|--|
| <p>【I 基本的考え方 1～3】</p> <p>(1)運用の基本原則</p> <p>①中退法その他の法令遵守</p> <p>②将来にわたり確実に給付することができるよう、安全かつ効率を基本として実施</p> <p>(2)運用の目的（後記 注1 ご参照）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 事業を安定的に運営していく上で必要とされる収益を長期的に確保 <p>(3)運用の目標※（後記 注2 ご参照）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 退職金支給に必要な流動性を確保しつつ、累積剰余金の水準を勘案の上、中期的に事業の運営に必要な利回り(予定運用利回り)に従って増加する責任準備金の額及び業務経費の合計の資産に対する比率を最低限のリスクで確保 <p>※「累積剰余金の水準を勘案の上、」は建退共と清退共のみ記載。林退共では、「必要な利回り」の構成要素に「累積欠損金の計画的解消を図るための費用」を加えている。</p> | <p>【I 基本的考え方 1～3】(本資料 P7 「2. 運用実績」 ご参照)</p> <p>(1)運用の基本原則</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 各経理における業務上の余裕金の運用は、全て中退法第77条に掲げられた方法に拠っている。 ・ 基本ポートフォリオで設定された最適な資産配分の維持に努めている。 <p>(2)運用の目的（後記 注1 ご参照）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 必要とされる収益を長期的に確保すべく、継続的に取組んでいる。 <p>(3)運用の目標※（後記 注2 ご参照）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 令和2年度の状況を見ると、中退共(給付)と建退共(給付)については、中期的に必要な利回りの確保が難しくなりつつあり、基本ポートフォリオの見直しの必要性が示唆され、具体的な見直しの検討を始めるところである。林退共(給付)については、財政検証結果を踏まえ、新たな累積解消計画が策定された。 |

| [資産運用の基本方針の規定] | [遵守状況] |
|--|--|
| <p data-bbox="237 284 869 316">【I 基本的考え方 4(2)基本ポートフォリオの策定】</p> <p data-bbox="237 379 1081 459">(1)基本ポートフォリオを、中長期的観点から策定し、これに基づく資産配分の維持</p> <p data-bbox="237 1201 678 1233">(2)基本ポートフォリオの毎年度検証</p> | <p data-bbox="1104 284 1736 316">【I 基本的考え方 4(2)基本ポートフォリオの策定】</p> <p data-bbox="1104 331 1899 363">(本資料 P12 「3. 資産運用の基本方針についての適合性」ご参照)</p> <p data-bbox="1104 379 1948 459">(1)基本ポートフォリオを、中長期的観点から策定し、これに基づく資産配分の維持</p> <ul data-bbox="1115 483 1948 1185" style="list-style-type: none"> ・ 中退共(給付)の資産構成割合について、令和2年8月末時点で外国株式が乖離許容幅上限を上回った。これを受けて9月に、中退共(給付)、清退共(給付)、林退共(給付)の合同運用資産について、外国株式を減額、資産構成割合が基本方針構成割合から最も下方に乖離していた国内債券を増額する、資産間リバランスを実施した。 ・ 中退共(給付)の資産構成割合について、令和3年3月末時点で国内株式と外国株式が乖離許容幅上限を上回り、国内債券が乖離許容幅下限を下回った。これを受けて4月に、中退共(給付)、清退共(給付)、林退共(給付)の合同運用資産について、国内株式および外国株式を減額、国内債券を増額する資産間リバランスを実施した。 ・ 建退共(給付、特別給付)の資産構成割合について、基本ポートフォリオの中心値に近づけるよう国内株式、外国債券、外国株式の比率を引下げ、国内債券の比率を引き上げる資産間リバランスを、年度末に実施した。 <p data-bbox="1104 1201 1545 1233">(2)基本ポートフォリオの毎年度検証</p> <ul data-bbox="1115 1249 1948 1329" style="list-style-type: none"> ・ 令和2年度における基本ポートフォリオの検証では、以下の3点の点検を行った。 |

| 【資産運用の基本方針の規定】 | 【遵守状況】 |
|---|---|
| <p>(3) 必要に応じた基本ポートフォリオの見直し</p> | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 内閣府他、継続的に参照している各経済予測機関による金融・経済予測の動向点検 ➢ 標準偏差、相関係数、期待リターン等の動向点検 ➢ 想定損失額と剰余(欠損)金水準の点検 <p>結果、中退共(給付)と建退共(給付)において、基本ポートフォリオ見直しの必要性が示唆された。</p> <p>(3) 必要に応じた基本ポートフォリオの見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 建退共(給付)の基本ポートフォリオ見直しの検討を開始し、検討の前提となる「必要な利回り」の算定までを行った。 |
| <p>【I 基本的考え方 6 情報公開の推進】</p> <p>運用の基本的な方針や運用の結果等、資産運用に関する情報について、適時、公開する。</p> | <p>【I 基本的考え方 6 情報公開の推進】</p> <p>(本資料 P23 「6. 運用関連業務の実施状況 (1) 対外公表」ご参照)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 財務諸表等を官報に公告(令和2年8月31日) ・ 令和元年度資産運用結果等をホームページへ掲載(令和2年7月31日) ・ 四半期毎の運用状況をホームページへ掲載 ・ 「スチュワードシップ活動状況の概要」をホームページへ掲載(令和3年2月19日) ・ 日本版スチュワードシップ・コード再改訂に対応した『日本版スチュワードシップ・コード』の受入れ等の公表について改訂版をホームページへ掲載(令和2年9月23日) |
| <p>【II 自家運用 2 基本的な投資スタンス及びリスク管理】</p> | <p>【II 自家運用 2 基本的な投資スタンス及びリスク管理】</p> <p>(別紙2 補足説明資料 および本資料 P14「4. 資産運用業務の執行</p> |

| [資産運用の基本方針の規定] | [遵守状況] |
|--|--|
| <p>(1)長期・安定的な運用</p> <p>①バイ・アンド・ホールド</p> <p>②ラダー型ポートフォリオの構築<中退共給付></p> <p>③キャッシュフロー対応<中退共給付></p> <p>(2)投資対象</p> <p>○ 円建ての金融商品<中退共給付></p> <p>(3)分散投資</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 国債、政府保証債、地方債以外の債券を取得する場合<中退共給付> ・ 国債、地方債、政府保証債、金融債以外の債券及び公社債投資信託の受益証券を取得する場合<建退共給付、建退共特別給付、清退共給付、清退共特別給付、林退共給付> <p>①発行体、残存期間等の適切な分散化</p> <p>②同一の発行体が発行した債券(金融債を除く)への投資は、原則とし</p> | <p>(1)コロナ禍に対応した流動性管理」ご参照)</p> <p>(1)長期・安定的な運用</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ バイ・アンド・ホールドの原則については、全ての経理において遵守した。 ・ ラダー型ポートフォリオの構築を行った。 ・ コロナ禍による金融経済ショックで退職金共済制度の掛金等収入や退職金支払に影響する懸念を踏まえ、流動性確保の観点から、自家運用における再投資を原則として見合わせることにした(令和2年5月)。その後、流動性が不安のない水準まで蓄積されたと考えられたことから、令和3年度からの再投資を再開する方針とした(令和3年3月)。 <p>(2)投資対象</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 中退共(給付)における投資対象金融資産は、全て円建てとしている。 <p>(3)分散投資</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 各経理において給付を賄う水準を維持しつつラダー取得を続け、各年限での残高のばらつきは抑えられている。ただし、清退共(特別給付)については、残存年数の短い債券がマイナス利回りのため自家運用債券を購入できない状況が続いており、ラダーが実現出来ていない。 <p>清退共(給付)の令和11年度以降償還分は、以前に購入した20年債の残存分である。</p> |

| [資産運用の基本方針の規定] | [遵守状況] |
|--|--|
| <p>て自家運用債券ポートフォリオの10%を 上限の目途とする<中退共給付> 超えないこととする<建退共給付、建退共特別給付、清退共給付、 清退共特別給付、林退共給付></p> <p>(4)格付け基準</p> <p>①国債、政府保証債、地方債以外の債券を取得する場合で信用のある格付機関のいずれかによりA格以上の格付けを得ている銘柄<中退共給付></p> <p>国債、地方債、政府保証債、金融債以外の債券及び公社債投資信託の受益証券を取得する場合で信用のある格付け機関の一からA格以上を取得しているもの<建退共給付、建退共特別給付、清退共給付、清退共特別給付、林退共給付></p> <p>②A格未満となった債券の取扱い 必要であれば売却の手段を講じる。</p> | <p>・ 同一の発行体に対する上限の10%を超えることはなかった。</p> <p>(4)格付け基準</p> <p>・ 債券については、何れの経理においても、格付けが基準を下回ったことによる売却は発生しなかった。</p> |
| <p>【Ⅲ 委託運用 1 包括信託による委託運用】</p> <p>(1)受託機関の選定～選定時の審査項目 <中退共給付、清退共給付、林退共給付> (資産運用受託機関)</p> <p>①組織及び体制、②人材、③運用方針及び運用スタイル・手法、</p> | <p>【Ⅲ 委託運用 1 包括信託による委託運用】</p> <p>(本資料 P10「2. 運用実績 (3)委託運用のパフォーマンス管理」、および P15「4. 資産運用業務の執行 (2)マネジャー・ストラクチャー見直し(中退共:パッシブ)」ご参照)</p> <p>(1)受託機関の選定～選定時の審査項目</p> <p>・ 受託機関の選定については、中退共(給付)、清退共(給付)、林退共(給付)の合同運用部分において、パッシブ運用の受託機関の全面的な見直しを行った。全資産クラスについて実施し、国内債券、</p> |

| [資産運用の基本方針の規定] | [遵守状況] |
|--|--|
| <p>④リスク管理体制、⑤事務能力及び運用内容のディスクロージャー 等 (資産管理受託機関)</p> <p>①組織及び体制、②格付け、③システム対応状況及び事務能力 等 <建退共給付、建退共特別給付></p> <p>①経営理念、経営内容及び社会的評価、②年金性資金運用に対する理解と関心、③運用方針及び運用スタイル、手法、④情報収集システム、投資判断プロセス等の運用管理体制、⑤法令等の遵守状況、⑥運用担当者の能力、経験、⑦年金性資金運用の経験、実績</p> <p>(2)受託機関の評価～評価項目 <中退共給付、清退共給付、林退共給付> (資産運用受託機関)</p> <p>定量評価 時間加重収益率の対ベンチマーク比 定性評価 選定と同じ <建退共給付、建退共特別給付></p> <p>定量評価 時間加重収益率及び修正総合 利回りの対複合ベンチマーク比 定性評価 選定と同じ</p> <p>(3)受託機関の責務及び目標～シェア変更(解約)事由</p> <p>①運用の評価結果、②政策的事由(相場変動時の資産構成比の調整等)、③その他(法令・ガイドライン違反等)</p> | <p>国内株式、外国債券の各資産で各2ファンド、外国株式で1ファンドの採用を決定した。</p> <p>かつ、契約形態も見直し、従来の単独運用指定包括信託契約から、運用と管理を分離し、投資一任契約を結ぶ運用受託機関と、包括信託契約を結ぶ管理受託機関に分けて委託を行う形に変更することを決定した。管理受託機関は4資産共通で1社の採用を決定した。</p> <p>(2)受託機関の評価～評価項目</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 建退共(給付)の国内株式において、定量評価、定性評価を踏まえた見直し基準に1社が該当した。 <p>(3)受託機関の責務及び目標～シェア変更(解約)事由</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 中退共(給付)、清退共(給付)、林退共(給付)において、評価に基づく受託機関の増減額はなかった。9月の資産間リバランス実施にあたり、1社を減額し、3社を増額した。 ・ 建退共(給付)において、(2)の基準に該当した1社を減額。ポートフ |

| [資産運用の基本方針の規定] | [遵守状況] |
|--|--|
| <p>(4) 受託機関の責務及び目標～資産運用・管理状況の把握</p> <p>①定例報告書(毎四半期)、②定例ミーティング(毎四半期)、③その他随時の報告等</p> | <p>オリオ全体のリバランスのため、1社を減額し、3社を増額した。</p> <p>(4) 受託機関の責務及び目標～資産運用・管理状況の把握</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 運用状況について、中退共(給付)、清退共(給付)、林退共(給付)では4回、資産運用受託機関による報告会を開催した。 建退共(給付、特別給付)では、2回、資産運用受託機関による報告会を開催したほか、運用成績が不芳な先については、その都度、報告会を開催した。 ・ 全経理において、毎月、資産管理受託機関から信託財産の状況に関する報告書等、資産運用受託機関から運用報告書の提出を受けた。 |
| <p>【Ⅲ 委託運用 2 生命保険資産による委託運用】</p> <p>(2)新企業年金保険(一般勘定)</p> <p>○選定時の審査項目</p> <p><中退共給付></p> <p>①保険金支払能力(含む格付け)、②商品性(利回り、流動性等)③一般勘定で保有する資産の内容 等</p> <p><建退共給付、建退共特別給付></p> <p>①格付、②健全性(ソルベンシーマージン比率等)、③保証利率、④配当、⑤事務量</p> <p>○評価項目</p> <p><中退共給付> 選定と同じ</p> <p><建退共給付、建退共特別給付></p> | <p>【Ⅲ 委託運用 2 生命保険資産による委託運用】</p> <p>(2)新企業年金保険(一般勘定)</p> <p>○選定時の審査項目</p> <ul style="list-style-type: none"> ・新たな選定は実施せず。 <p>○評価項目</p> <ul style="list-style-type: none"> ・評価において、大きな差異や特段の問題は見られなかった。 |

| [資産運用の基本方針の規定] | [遵守状況] |
|---|--|
| <p>①財務格付、②ソルベンシーマージン比率、③配当、④事務量</p> <p>○シェア変更(解約)事由</p> <p>①上記評価結果、②政策的事由(相場変動時の資産構成比の調整等)、③その他(法令・契約違反等)</p> <p>○資産運用・管理状況の把握</p> <p>①定例報告書(半期毎)、②定例ミーティング(半期毎)、③その他随時の報告等</p> | <p>○シェア変更(解約)事由</p> <p>・期中にシェア変更は実施せず。</p> <p>○資産運用・管理状況の把握</p> <p>・定例ミーティングを実施し、運用状況等の把握を行った。</p> |
| <p>【Ⅲ 委託運用 3 有価証券信託による委託運用】</p> <p>(1) 受託機関の選定～選定時の審査項目</p> <p>①組織及び体制、②人材、③リスク管理体制、④事務能力及び運用内容のディスクロージャー、⑤格付け</p> <p>(2) 受託機関の評価～評価項目</p> <p><定量評価> - 受託機関毎の比較評価</p> <p>①運用利回り、②貸出稼働率</p> <p><定性評価> 選定の項目と同じ</p> <p>(3) 受託機関の責務及び目標～シェア変更(解約)事由</p> <p>①上記評価結果、②政策的事由(相場変動時の資産構成比の調整等)、③その他(法令・契約違反等)</p> <p>(4) 受託機関の責務及び目標～資産運用・管理状況の把握</p> <p>①定例報告書<中退共給付は毎四半期、建退共給付は半期毎>②定例ミーティング<中退共給付は毎四半期、建退共給付は必要に応じて>、③その他随時の報告等</p> | <p>【Ⅲ 委託運用 3 有価証券信託による委託運用】</p> <p>(1) 受託機関の選定～選定時の審査項目</p> <p>・新たな選定は実施せず。</p> <p>(2) 受託機関の評価～評価項目</p> <p>・評価において、大きな差異や特段の問題は見られなかった。</p> <p>(3) 受託機関の責務及び目標～シェア変更(解約)事由</p> <p>・期中にシェア変更は実施せず。</p> <p>(4) 受託機関の責務及び目標～資産運用・管理状況の把握</p> <p>・定例ミーティングを実施し、運用状況等の把握を行った。</p> |

| | |
|---|--|
| [資産運用の基本方針の規定] | [遵守状況] |
| <p>【IV 運用管理体制 1～2】</p> <p>1 運用体制の整備、充実</p> <p>(1)資産運用の専門的知識及び経験を有する担当者の配置</p> <p>(2)資産運用の専門知識を持った人材の育成・確保</p> <p>2 資産運用企画会議の設置</p> <p>資産運用に関する重要事項を審議することを目的として、担当役職員で構成する資産運用企画会議を設置</p> | <p>【IV 運用管理体制 1～2】</p> <p>1 運用体制の整備、充実</p> <p>・運用調査役・運用リスク管理役を配置。</p> <p>2 資産運用企画会議の設置</p> <p>・中退共 12 回、建退共5回、清退共5回、林退共5回、中建清林合同2回企画会議を開催。</p> |

脚注

| | |
|---|--|
| [資産運用の基本方針の規定] | [解説] |
| <p>【I 基本的考え方 1～3】</p> <p>(注1)</p> <p>(2)運用の目的</p> | <p>・ 長期的な収益のベースとなる自家運用債券については、ラダー型運用により安定的なキャッシュフローを実現している。</p> <p>また、自家運用においては、利回りの改善に加え、中小企業の振興という制度の目的等も勘案し、国債以外に地方債、政府保証債、金融債を、満期保有を前提に購入している。</p> <p>なお、大宗を占める長期国債の金利が再びマイナスになる可能性等</p> |

| | |
|--------------------------|---|
| <p>(注2) (3)運用の目標</p> | <p>を勘案し、購入対象商品拡充の可能性について、利回りや信用力のほか、継続的な入手可能性や金融危機発生時の流動性等、様々な観点から検討を継続している。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 委託運用については、短期的な市場変動による運用収益の不安定化を抑制するため、複数の運用受託機関を用いてリスク分散を図っている。 <ul style="list-style-type: none"> — 平成 30 年度から令和元年度にかけて実施した中退共(給付)、清退共(給付)、林退共(給付)合同運用に係るアクティブ運用のマネジャー・ストラクチャー見直しにおいては、ファンドの運用スタイルについても分散を図る形で採用を行った。 ・ 各経理とも、「必要な流動性」については、自家運用部分での確保を図っている。 <p>具体的には、退職金等の支払に必要な資金フローが、自家運用部分から確実に生み出されるように、市場変動リスクが無い形(満期保有による簿価評価)で、信用リスクも低い債券(国債、政保債中心)をラダー型運用している。</p> <p>但し、建退共については適切なラダー型運用になっていないことが判明したため、改めて適切な運用戦略について検討し、15 年のラダー型運用を目指すこととなった。</p> ・ 運用の目標である「中長期的に事業の運営に必要な利回りを最低限のリスクで確保」できているか否かは、採算利回りと基本ポートフォリ |
|--------------------------|---|

| | |
|--|--|
| | <p>オの期待収益率の差異、リスク量(想定損失額)と累積剰余金の水準のバランスによって判断される。例えば、リスク量を大きく上回る累積剰余金を保有していれば、短期的には期待収益率が採算利回りを下回っていても、運用の目標に適っているものと考えられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 令和2年度の状況を見ると、中退共(給付)では、シミュレーションの結果、累積剰余金の減少トレンド、累損発生の可能性が示されており、基本ポートフォリオ見直しの必要性が示唆された。 ・ 清退共(給付)、清退共(特別給付)および建退共(特別給付)は、逆ザヤ状態にはあるものの、極めて厚い累積剰余金を抱え、必要な利回りは確保されているものと考えられる。ただし、何れも運用規模が小さいため、運用効率やリスク分散には限界があり、「最低限のリスク」の観点からは改善検討の余地があった。清退共(給付)については、委託運用部分について、今年度から中退共(給付)、林退共(給付)との合同運用を開始した。 ・ 建退共(給付)については、想定損失額が累積剰余金の水準を上回る中、令和3年10月の予定運用利回り引下げを織り込んでも、剰余金枯渇の可能性が認められ、基本ポートフォリオを見直す必要性が示唆された。 ・ 林退共(給付)については、累積欠損金が存在する状況にある。新たに累損解消計画が策定され、令和30年度の累損解消を見込む。 |
|--|--|

【 I 基本的考え方 1～3】

＜令和 2 年度における運用方法一覧＞

| 中退共 (給付) | 建退共 (給付) | 建退共 (特別給付) | 清退共 (給付) | 清退共 (特別給付) | 林退共 (給付) |
|---|---|---|---|---------------|---|
| 国債 地方債 政府保証債 財投機関債 金融債 円貨建外国債 普通預金 指定包括信託 特定包括信託 新企業年金保険 有価証券信託 | 国債 地方債 政府保証債 財投機関債 金融債 定期預金 普通預金 指定包括信託 特定包括信託 新企業年金保険 有価証券信託 | 国債 政府保証債 金融債 普通預金 指定包括信託 特定包括信託 新企業年金保険 | 国債 政府保証債 普通預金 指定包括信託 特定包括信託 | 国債 普通預金 | 国債 政府保証債 普通預金 指定包括信託 特定包括信託 |

<令和2年度末における運用の内訳>

| 構成比% | 中退共 (給付) | 建退共 (給付) | 建退共 (特別給付) | 清退共 (給付) | 清退共 (特別給付) | 林退共 (給付) |
|------------|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| 委託運用 | 46.28 | 37.00 | 54.79 | 22.18 | — | 39.22 |
| 自家運用 | 53.72 | 63.00 | 45.21 | 77.82 | 100.00 | 60.78 |
| うち国債 | 15.27 | 17.90 | 1.58 | 28.38 | 7.26 | 8.27 |
| 地方債 | 2.11 | 1.99 | — | — | — | — |
| 政保債 | 21.46 | 30.88 | 34.83 | 34.16 | — | 43.28 |
| 財投 機関債 | 0.04 | 0.43 | — | — | — | — |
| 金融債 | 6.84 | 5.41 | 1.27 | — | — | — |
| 円貨建 外国債 | 1.15 | — | — | — | — | — |
| 預金 | 6.85 | 6.38 | 7.53 | 15.28 | 92.74 | 9.23 |

※小数点第2位で四捨五入しているため、構成比の合計が100%にならないことがある。

【Ⅱ 自家運用 2 基本的な投資スタンス及びリスク管理】

自家運用債券の償還年限別構成比 (構成比：%)

| | 中退共 (給付) | 建退共 (給付) | 建退共 (特別給付) | 清退共 (給付) | 清退共 (特別給付) | 林退共 (給付) |
|-------|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| 令和3年度 | 10.7 | 9.5 | 13.4 | 8.7 | 100.0 | 7.5 |
| 4年度 | 9.7 | 8.7 | 13.4 | 8.7 | — | 10.0 |
| 5年度 | 9.7 | 8.0 | 8.4 | 8.7 | — | 7.5 |
| 6年度 | 9.7 | 10.1 | 13.4 | 8.7 | — | 10.0 |
| 7年度 | 9.8 | 10.1 | 12.6 | 8.7 | — | 16.3 |
| 8年度 | 9.7 | 7.9 | 10.1 | 8.7 | — | 11.3 |
| 9年度 | 6.4 | 8.7 | 13.4 | 8.7 | — | 12.5 |
| 10年度 | 6.4 | 12.2 | 12.6 | 8.7 | — | 5.0 |
| 11年度 | 6.5 | 9.0 | 2.5 | 13.0 | — | 20.0 |
| 12年度 | 3.5 | 1.6 | — | 8.7 | — | — |
| 13年度 | 3.0 | 0.5 | — | 4.3 | — | — |
| 14年度 | 2.4 | 1.4 | — | 4.3 | — | — |
| 15年度 | 2.3 | 1.4 | — | — | — | — |
| 16年度 | 2.1 | 1.5 | — | — | — | — |
| 17年度 | 2.1 | 1.4 | — | — | — | — |
| 18年度 | 2.1 | 1.0 | — | — | — | — |
| 19年度 | 1.8 | 1.2 | — | — | — | — |
| 20年度 | 1.4 | 1.3 | — | — | — | — |
| 21年度 | 0.7 | 4.4 | — | — | — | — |
| 22年度 | 0.0 | — | — | — | — | — |

※小数点第2位で四捨五入しているため、各経理の合計が100%にならないことがある。

【Ⅲ 委託運用 1 包括信託による委託運用】

令和2年度資産運用・管理委託状況（包括信託）

| | 中退共 (給付) | 建退共 (給付) | 建退共 (特別給付) | 清退共 (給付) | 清退共 (特別給付) | 林退共 (給付) |
|--------------------------|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
| 運用を委託している機関数* | 26 | 9 (0) | 2 (0) | 26 | — | 26 |
| うち | 運用機関 | 26 | 9 | 2 | 26 | — |
| | 管理機関 | 2 | 4 | 1 | 2 | — |
| 運用形式 | 特化型 | バランス型 | バランス型 | 特化型 | — | 特化型 |
| ファンド数** | 30 | — | — | 30 | — | 30 |
| うち | 内株A | 6 | — | — | 6 | — |
| | 内株P | 2 | — | — | 2 | — |
| | 外株A | 6 | — | — | 6 | — |
| | 外株P | 1 | — | — | 1 | — |
| | 内債A | 6 | — | — | 6 | — |
| | 内債P | 3 | — | — | 3 | — |
| | 外債A | 5 | — | — | 5 | — |
| | 外債P | 1 | — | — | 1 | — |
| 運用シェア変更ファンド数 | 4 | 5 | 0 | 4 | — | 4 |
| うち | 減額 | 1 | 2 | 0 | 1 | — |
| | 解約 | 0 | 0 | 0 | 0 | — |
| | 増額 | 3 | 3 | 0 | 3 | — |
| 管理シェア変更機関数 | 0 | 0 | 0 | 0 | — | 0 |
| うち | 減額 | 0 | 0 | 0 | 0 | — |
| | 解約 | 0 | 0 | 0 | 0 | — |
| | 増額 | 0 | 0 | 0 | 0 | — |
| 法令違反・運用ガイドライン 抵触事案（件） | 0 | 0 | 0 | 0 | — | 0 |

*委託機関・ファンド数は令和2年度末の状況。()内は期中増減数。

**Aはアクティブ運用、Pはパッシブ運用。

【Ⅲ 委託運用 2 生命保険資産による委託運用】

令和2年度資産運用・管理委託状況（生命保険）

| | 中退共（給付） | 建退共（給付、特別給付） |
|----------------------|---------|--------------|
| 生命保険会社数* | 6 (0) | 4 (0) |
| 運用・管理シェア変更社数 | 0 | 0 |
| うち | 減額 | 0 |
| | 解約 | 0 |
| | 増額 | 0 |
| 法令違反・運用ガイドライン抵触事案（件） | 0 | 0 |

*社数は令和2年度末の状況。（ ）内は期中増減数。

【Ⅲ 委託運用 3 有価証券信託による委託運用】

令和2年度資産運用・管理委託状況（有価証券信託）

| | 中退共（給付） | 建退共（給付） |
|-----------------|---------|---------|
| 資産運用・管理受託機関数* | 2 (0) | 2 (0) |
| 運用・管理シェア変更社数 | 0 | 0 |
| うち | 減額 | 0 |
| | 解約 | 0 |
| | 増額 | 0 |
| 法令違反・契約書抵触事案（件） | 0 | 0 |

*委託機関数は令和2年度末の状況。（ ）内は期中増減数。